



## Survivors of the Storms #2

### 아이에스동서(010780.KS)

#### 진지하게 청산가치보다 저렴한 상황

#### 매수(상향)

현재주가(4/2) 16,080원  
목표주가(12M, 상향) 26,000원

#### Valuation Indicator

(배, %)	24A	25F	26F
PER (배)	-	10.2	3.1
PBR (배)	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	8.0	7.9	4.5
ROE (%)	-10.2	3.5	11.0
DPS(원)	1,000	1,000	1,000

#### Key Data

(기준일: 2025. 4. 2)

KOSPI(pt)	2505.86
KOSDAQ(pt)	684.85
액면가(원)	500
시가총액(억원)	4,854
발행주식수(천주)	30,187
평균거래량(3M, 주)	42,043
평균거래대금(3M, 백만원)	767
52주 최고/최저	27,900 / 16,080
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(25F, %)	6.2
외국인지분율(%)	4.0
주요주주 지분율(%)	
아이에스지주 외 5 인	55.9 %
국민연금공단	5.9 %

#### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	-22.3	-28.4	-41.8
KOSPI대비 상대수익률	-4.4	-25.6	-26.8	-36.1

#### Company vs KOSPI composite



#### 진정한 바닥, 2026년 실적 턴어라운드 가능

- 아이에스동서에 대해 투자 의견을 중립에서 매수로, 목표주가를 26,000원으로 상향 조정함. 예정된 매출 인식과 완전한 부동산 경기 회복으로 인한 추가 매출로 실적 반등을 앞두고 있으며, 현재 보유하고 있는 용지 자산 대비 기업가치가 저평가되었다고 판단, 저점 매수하기 적합한 시기라 판단됨
- 아이에스동서의 2025년 매출과 영업이익은 각각 전년대비 29.5%, 25.2% 하락한 1조 680억원, 1,270억원을 기록할 것으로 전망됨. 주택 사업 부진으로 2023년부터 3개년간 역성장이 지속되는 것임. 그러나 2026년부터는 실적 반등, 매출과 영업이익은 전년대비 41.6%, 99.7% 증가한 1조 5,130억원, 2,530억원으로 회복할 것으로 전망되며 2027년에는 매출 1조 9,221억원, 영업이익은 4,000억원으로 성장세가 이어질 것으로 보임
- 현재 잔여 매출 인식 현장으로 울산 덕하지구 2단지, 고양 덕은지구 6,7,8,9,10블록이 있으며, 향후 착공 예정 프로젝트로 경산 중산지구와 울산 야음동 자체사업이 있음. 울산 덕하지구 2단지의 경우 2025년 1분기 인도 기준 300억원 매출이 예정되어 있으며 추후 미분양 세대분의 판매 속도에 따라 추가 매출(약 2천억원 내외)이 인식될 수 있음. 덕은지구의 경우 현재 8,9,10블록은 준공 완료, 전체 30%에 달하는 오피스텔은 100% 분양 완료되었기 때문에 입주와 함께 인도 기준으로 매출이 인식될 것으로 파악, 2025년 약 2,700억원 매출이 예상됨. 현재 공사 중인 6,7블록은 2025년 12월 준공 예정으로 2026년 전체 실적에 기여할 것으로 보임. 오피스텔은 100% 분양 완료되어 입주와 함께 2026년 약 2천억원의 매출 기여가, 지식산업센터 역시 입주와 분양 일정 에(현 분양률 50%) 따라 매출이 인식될 것으로 기대됨

- 지난 2개년간 신규 수주가 없었음에도 불구하고 현재 진행중인 프로젝트만으로 2026년 매출 턴어라운드 가능하며, 미분양분의 분양 및 신규 프로젝트 개시에 따라 추가 매출 상승 여력도 충분함. 현재 동사가 추진 중인 경산 중산지구(사업규모 3.4조원)과 울산 야음동 공동주택(3,800억원) 사업이 연내 가시화될 것으로 기대됨에 따라 2026년 이후의 성장폭은 더욱 가팔라질 것으로 전망됨

도표 1. 아이에스동서 주택 사업 현황

(단위 : 억원)

분양사업	2023	2024	2025	2026	2027
울산 덕하지구 1단지	-				
울산 덕하지구 2단지	-				
고양 덕은지구 8, 9	-				
고양 덕은지구 10	-				
고양 덕은지구 6, 7		-			
울산 야음동	-				
경산 중산지구	-				
합계	5,571	7,269	3,913	6,837	10,561

자료: 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

## 당장 보유 재고자산(용지 및 주택) 처분해도 7천억원

- 2024년말 기준 동사가 보유한 용지자산(경산 중산지구, 울산 야음동, 경기 덕은지구 등)과 재고자산(완성 주택 등)의 가치는 1.3조원에 달하며 관련 담보 대출을 제하여도 장부가액 기준 7천억원을 보유하고 있음. 동사가 보유한 기타 유형자산과 현금 등에서 차입금을 제외, 보수적인 할인율을 적용하여 동사가 보유한 자산 가치를 측정하면 1조원에 달해 현재 시가총액(약 5천억원)과 큰 괴리가 있음

도표 2. 아이에스동서 보유자산 가치 산정

구분(단위: 억원)	2024년말	비고
재고자산 -1)	7,078	
용지자산	7,327	경산 중산지구, 울산 야음동, 경기 덕은지구 1.5블록 등
관련 대출	(4,502)	
미완성공사/주택, 완성주택	5,603	경기 덕은지구 6,7,8,9,19블록, 울산 뉴시티 2차 등
관련 대출	(1,350)	
유형자산 -2)	4,279	
토지및건물	7,264	토지 4135억원, 건물 827억원, 구축물 428억원, 매립시설 151억원 등
투자부동산	1,577	
관계기업투자	790	
영업권	1,117	2024년 4분기 예코솔루션 -1,168억원, 인선이엔티 -408억원, 영흥산업환경 -222억원, 합계 -1,973억원 손상차손 인식완료
부채	(6,469)	
현금성자산 -3)	3,642	
합계 - 1)+2)+3)	14,999	
할인 적용	10,372	할인율: 재고자산 30%, 유형자산 50%, 현금성자산 10%

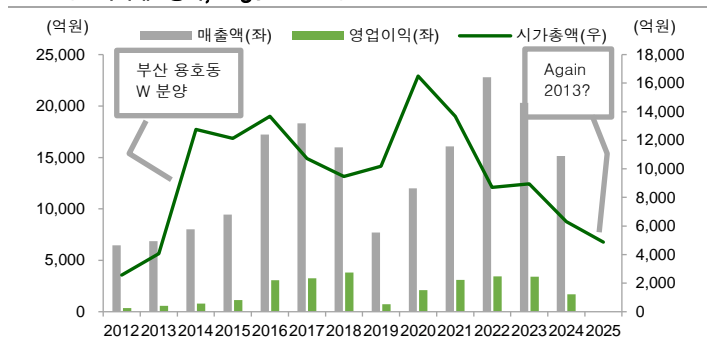
자료: 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

## 다시 한 번 드러나는 상품 경쟁력의 힘

- 동사는 2025년 연내 역대 최대규모 사업인 경산 중산지구 주상복합개발 사업(펜타힐즈W) 착공을 앞두고 있음. 정확한 분양 및 착공 시기는 정해져 있지 않으나, 지난해 4월 고시된 자료에 따르면 사업기간은 2025년 3월 1일부터 2029년 8월 31일까지임. 1, 2단지 합산 사업규모는 약 3.5조원에 달함. 지역 부동산에 대한 우려(인구 감소, 고령화)와 사업규모(전체 3,443가구) 때문에 해당 사업의 성공 가능성에 대해 시장에서 많은 의구심을 갖고 있음. 준공후 미분양 세대수가 11년만에 최고치를 기록한 현 시점에서, 경상북도 경산시의, 그것도 최고 59층의 주상복합시설을, 대형 평수 중심에 3천가구가 넘는 대단지를 공급한다는 부분에 대한 우려임

- 그러나 특히 이러한 대규모 부동산 개발의 경우, 입지를 넘어 차별화된 상품 경쟁력이 성공 여부를 가르는 가장 중요한 부분이며, 아이에스동서는 그동안 W 시리즈를 통해 실력을 입증한 바 있음. 중산지구 핵심 입지에서의 59층 초고층 주거복합시설은 그 자체로 경산시 랜드마크로 자리매김할 수 있으며, 조성 완료된 신도시 인프라와 함께 중산지에 가장 가까운 부지로 호수 전경이 확보되었다는 점에서 중산신도시 내에서도 차별화된 입지와 상품성을 가지고 있음. 아실 기준 최근 주변 평당 시세는 1,300만원~1,700만원을 형성하고 있음. 경쟁력 있는 가격에 토지를 매입한 만큼 주변 시세에서 크게 벗어나지 않은 분양가액을 측정할 것으로 전망됨

도표 3. 아이에스동서, Again 2013



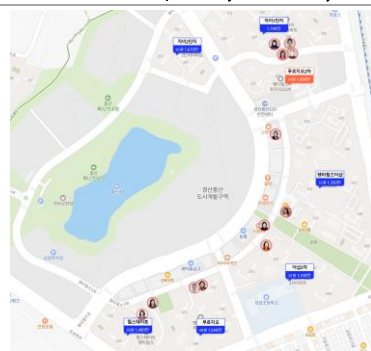
자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 4. 중산지구 사업지 조감도



자료: 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

도표 5. 중산지구 최근 시세(평당 1,300만~1,700만)



자료: 아실, 신영증권 리서치센터

도표 6. 대경선 광역철도 개통(2024.12)



박영석, 김민지 기자 20241212

자료: 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 경산 중산지구 주거복합 신축공사 사업계획승인 고시

제6824호

경 상 북 도 보

2024. 4. 1.(월)

경산시 고시 제2024 - 43호

주택건설사업계획승인 고시

4. 사업개요

사업종류	사 업 내 용	사 업 비	비고
분양주택	<ul style="list-style-type: none"><li>대지면적 : 53,458㎡</li><li>연 면 적 : 466,068.7576㎡</li><li>건설규모 : 지하6층/지상59층, 9개동</li><li>공동주택 1,731세대 및 부대복리시설</li></ul>	1,726,276,355천원	

5. 사업기간 : 2025. 3. 1. ~ 2029. 8. 31.(54개월)

제6824호

경 상 북 도 보

2024. 4. 1.(월)

경산시 고시 제2024 -44호

주택건설사업계획승인 고시

4. 사업개요

사업종류	사 업 내 용	사 업 비	비고
분양주택	<ul style="list-style-type: none"><li>대지면적 : 52,820㎡</li><li>연 면 적 : 447,088.9002㎡</li><li>건설규모 : 지하6층/지상59층, 9개동</li><li>공동주택 1,712세대 및 부대복리시설</li></ul>	1,743,706,813천원	

5. 사업기간 : 2025. 3. 1. ~ 2029. 8. 31.(54개월)

자료: 경상북도, 신영증권 리서치센터

자료: 경상북도, 신영증권 리서치센터

## 확실한 저평가를 가늠할 수 있는 충분한 바닥, Cycle 회복이 도와주는 순항, 투자의견 매수로 상향

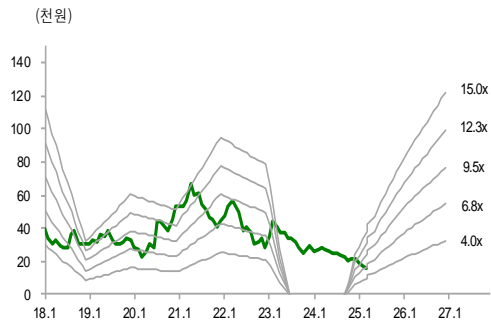
- 아직 경산 중산지구 착공 시점이 명확하지 않은 상황에서 동사에 대한 투자의견을 매수로 상향하는 것에 대해 이른 시점이 아닌가 하는 반문이 있을 수 있음. 그러나 현재 동사 가치는 보유자산 대비 저평가되어있으며 추가 비용 반영 요소가 없기 때문에 적절한 매수 시점이라 판단됨. 부동산 위기와 기회의 파고를 슬기롭게 넘나들며 충분한 체력을 비축한 상황에서, 다시 한 번 하락 사이클의 전환점을 지나 상승 반전을 준비하고 있음. 아이에스동서의 성장에 주목해야 함

도표 8. 아이에스동서 목표주가 산정 내역

구분	내용
26F 지배순이익(십억원)	159
발행주식총수(천주)	30,445
26F EPS(원)	5,216
적정 멀티플(배)	5.0
적정 주가	26,078

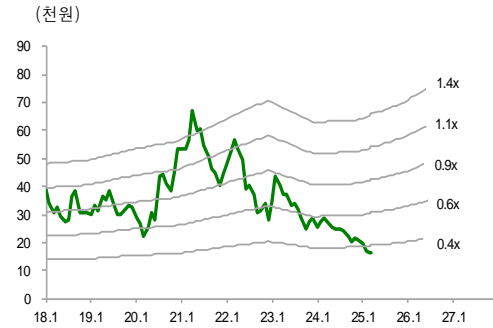
자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. 아이에스동서 12개월Fwd PER 밴드차트



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 10. 아이에스동서 12개월Fwd PBR 밴드차트



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 11. 아이에스동서 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	302	295	268	203	348	363	442	360	1,515	1,068	1,513	1,922
건설	134	133	102	51	199	212	287	114	826	420	812	1,204
환경	123	117	122	138	104	106	111	208	499	500	529	546
매출원가	211	215	193	140	244	254	309	278	1,126	760	1,085	1,295
영업이익	46	32	31	19	56	60	82	55	170	127	253	400
세전이익	28	17	18	-1	48	51	75	36	-160	61	210	372
지배순이익	33	12	13	-12	33	36	52	38	-149	46	159	281
증가율(yoy)												
매출액	-26.9%	-28.0%	-31.7%	-32.1%	15.2%	23.1%	64.9%	77.0%	-25.4%	-29.5%	41.6%	27.1%
영업이익	-42.8%	-43.8%	26.9%	101.3%	23.7%	89.3%	162.9%	198.3%	-50.2%	-25.2%	99.7%	58.1%
세전이익	-39.1%	-50.0%	흑전	적지	75.4%	205.7%	313.5%	흑전	적전	흑전	245.5%	77.1%
지배순이익	0.0%	-48.5%	흑전	적지	0.0%	205.7%	313.5%	흑전	적전	흑전	246.9%	77.1%
매출원가율	70.0%	73.0%	72.0%	68.9%	70.0%	70.0%	70.0%	77.4%	74.3%	71.1%	71.8%	67.4%
영업이익률	15.1%	10.7%	11.6%	9.1%	16.2%	16.5%	18.5%	15.4%	11.2%	11.9%	16.7%	20.8%

자료: 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

## 아이에스동서(010780.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	20,294	15,146	10,682	15,127	19,221
증가율(%)	-10.9	-25.4	-29.5	41.6	27.1
매출원가	15,236	11,255	7,597	10,854	12,948
원가율(%)	75.1	74.3	71.1	71.8	67.4
매출총이익	5,058	3,891	3,085	4,273	6,273
매출총이익률(%)	24.9	25.7	28.9	28.2	32.6
판매비와 관리비 등	1,653	2,194	1,816	1,740	2,268
판매비율(%)	8.1	14.5	17.0	11.5	11.8
영업이익	3,405	1,697	1,269	2,533	4,005
증가율(%)	-1.3	-50.2	-25.2	99.6	58.1
영업이익률(%)	16.8	11.2	11.9	16.7	20.8
EBITDA	3,910	2,203	1,802	3,307	5,086
EBITDA마진(%)	19.3	14.5	16.9	21.9	26.5
순금융손익	-965	-1,074	-900	-930	-857
이자손익	-912	-1,008	-900	-931	-858
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-385	-1,944	-64	86	86
종속및관계기업 관련손익	145	-281	330	580	260
법인세차감전계속사업이익	2,200	-1,602	635	2,268	3,493
계속사업손익법인세비용	597	-1	157	680	1,048
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,603	-1,602	477	1,588	2,445
증가율(%)	-21.8	적전	흑전	232.9	54.0
순이익률(%)	7.9	-10.6	4.5	10.5	12.7
지배주주지분 당기순이익	1,611	-1,487	477	1,588	2,445
증가율(%)	-17.7	적전	흑전	232.9	54.0
기타포괄이익	9	21	43	43	43
총포괄이익	1,611	-1,581	521	1,631	2,489

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	26,223	21,173	20,413	18,880	18,470
현금및현금성자산	6,411	3,642	6,148	5,445	5,472
매출채권 및 기타채권	4,576	2,899	2,669	3,048	3,312
재고자산	13,410	13,734	10,682	9,454	8,737
비유동자산	16,151	14,367	16,724	20,110	22,139
유형자산	7,043	7,264	9,668	12,012	13,376
무형자산	3,328	1,436	1,359	1,301	1,256
투자자산	3,405	2,985	3,015	4,115	4,825
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	42,374	35,540	37,137	38,989	40,609
유동부채	15,896	16,011	17,384	17,903	17,390
단기차입금	3,895	5,404	5,404	6,404	6,404
매입채무및기타채무	2,952	1,832	1,852	2,271	2,658
유동성장기부채	2,632	5,663	4,763	3,863	2,963
비유동부채	8,756	3,957	3,957	3,957	3,957
사채	250	400	400	400	400
장기차입금	6,874	2,079	2,079	2,079	2,079
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	24,652	19,968	21,342	21,860	21,348
지배주주지분	15,585	13,589	13,812	15,146	17,278
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	3,939	3,966	3,966	3,669	3,372
기타포괄이익누계액	163	189	232	275	319
이익잉여금	11,524	9,369	9,549	11,137	13,522
비지배주주지분	2,137	1,983	1,983	1,983	1,983
자본총계	17,722	15,572	15,795	17,129	19,261
총차입금	15,552	14,659	13,759	13,859	12,959
순차입금	6,584	9,338	7,345	8,150	7,226

## Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,285	-1,309	6,217	3,029	4,027
당기순이익	1,603	-1,602	477	1,588	2,445
현금유출이없는비용및수익	2,782	4,285	1,261	1,805	2,727
유형자산감가상각비	404	429	456	715	1,037
무형자산상각비	101	77	77	58	44
영업활동관련자산부채변동	-1,271	-2,367	5,537	1,247	761
매출채권의감소(증가)	-1,523	1,820	230	-379	-264
재고자산의감소(증가)	-1,315	-333	3,052	1,228	718
매입채무의증가(감소)	-219	-1,110	20	419	387
투자활동으로인한현금흐름	-41	242	-2,758	-3,778	-3,048
투자자산의 감소(증가)	480	139	300	-520	-450
유형자산의 감소	40	9	0	0	0
CAPEX	-682	-520	-2,860	-3,060	-2,400
단기금융자산의감소(증가)	712	811	3	3	3
재무활동으로인한현금흐름	1,057	-1,726	-1,212	-509	-1,509
장기차입금의증가(감소)	6,137	1,040	0	0	0
사채의증가(감소)	0	399	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-297	-297
기타현금흐름	-9	24	258	555	555
현금의 증가	2,292	-2,769	2,506	-702	26
기초현금	4,118	6,411	3,642	6,148	5,445
기말현금	6,411	3,642	6,148	5,445	5,472

## Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	5,216	-4,910	1,581	5,260	8,100
BPS	51,082	45,312	46,052	50,470	57,533
DPS	1,500	1,000	1,000	1,000	1,200
Multiples (배)					
PER	5.6	na	10.2	3.1	2.0
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.5	8.0	7.9	4.5	2.8
Financial Ratio					
12월 결산(억원)					
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-17.6%	적전	흑전	232.6%	54.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	-1.5%	-43.7%	-18.2%	83.5%	53.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.5%	-9.6%	3.0%	9.6%	13.4%
ROIC(지배순이익 기준)	10.9%	-10.2%	3.5%	11.0%	15.1%
ROIC	12.3%	5.5%	4.6%	9.1%	13.9%
WACC	7.8%	9.2%	7.6%	7.3%	7.4%
안전성(%)					
부채비율	139.1%	128.2%	135.1%	127.6%	110.8%
순차입금비율	37.2%	60.0%	46.5%	47.6%	37.5%
이자보상배율	3.0	1.4	1.1	2.3	3.8

## Compliance Notice

## ■ 투자등급

**종목**    **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
           **종립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우  
           **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업**    **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

**중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

**비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(20250331)	매수 : 87.76%	종립 : 11.56%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식 주식선물 주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
아이에스동서	-	-	-	-	-	-

